

2014年08月14日

韩伟琪

WeiQi_Han@e-capital.com.cn

目标价(元)

RMB 20.00

公司基本资讯

产业别	汽车		
A 股价(2014/8/14)	16.97		
上证综指(2014/8/14)	2222.88		
股价 12 个月高/低	17.68/12.33		
总发行股数(百万)	11025.57		
A 股数(百万)	9242.42		
A 市值(亿元)	1871.04		
主要股东	上海汽车工业(集团)总公司 (74.30%)		
每股净值(元)	12.51		
股价/账面净值	1.36		
股价涨跌(%)	一个月	三个月	一年
	14.0	24.1	31.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2014-06-18	15.64	买入

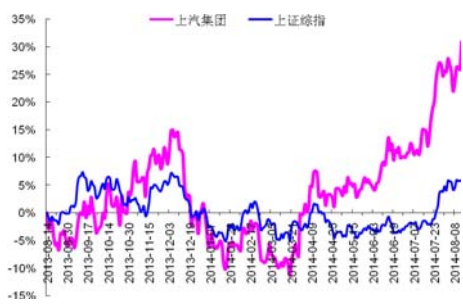
产品组合

整车业务	77.7%
零部件业务	16.9%
劳务及其他	2.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	9.2%
一般法人	78.3%

股价相对大盘走势



56

上汽集团 (600104.SH)

Buy 买入

上半年业绩符合预期，通用下半年预奋起

结论与建议：

上汽集团上半年净利增 18%，符合预期。上半年大众销售增长良好，同时通用五菱因五菱宏光 MPV 出色表现也实现了良好的增长；通用上半年有所调整，预计下半年会有改善。

预计公司 2014、15 年 EPS 分别为 2.682 元和 3.085 元，YoY 分别增长 19.22%和 15.00%。目前 14、15 年 P/E 为 6 倍和 5.3 倍，主业稳定、估值低且股息率高，兼具优先股、沪港通、国企改革等概念，维持买入投资建议，目标价为 20 元。

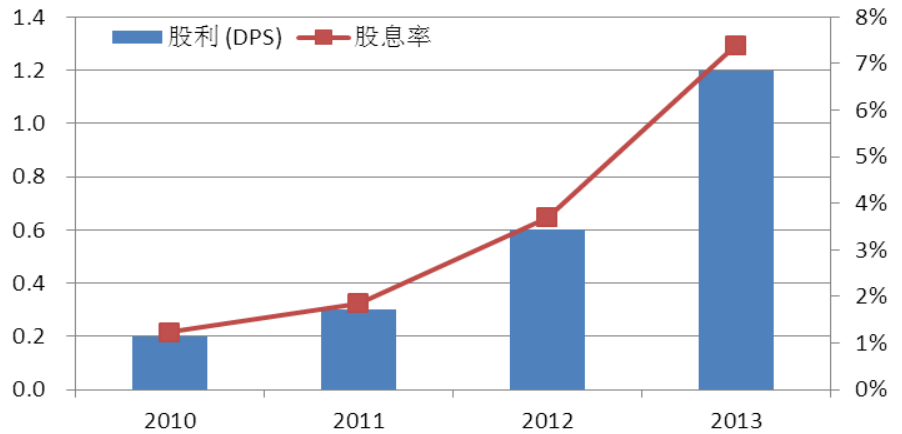
- **14 年上半年净利润增 18%，符合预期：**集团上半年营收 3200.14 亿元，YoY+13.91%，实现净利润 135.73 亿元，YoY+18.37%，EPS 为 1.231 元；其中 Q2 单季营收、净利分别为 1516.03 亿元和 65.92 亿元，YoY 分别增长 11.7%和 25.2%，QoQ 分别下降 10%和 5.6%，为 Q2 汽车销量环比回落 12%，除了季节性波动因素外，Q1 还计入了部分 13 年末延迟的销量，垫高了基期。
- **上半年毛利率提升良好，投资收益稳步增长：**上半年集团综合毛利率为 11.86%，同比提高 0.66 个 pct，为销量提升的同时通用五菱如五菱宏光等车型占比上升亦有推动。期内销售费用和经营费用 YoY 分别增长 23.3%和 14.4%至 180.1 亿元和 102.4 亿元。上半年投资收益确认 148.5 亿元，YoY+9%，上海大众实现营收 1224.06 亿元，上海通用实现 783.64 亿元，YoY 分别增长 16.9%和 9.8%。
- **前 7 月：大众销量给力、通用蓄势待发：**集团 14 年前 7 月累计销量达到 326.54 万辆，YoY+11.92%，其中大众前 7 月实现 107.4 万辆、YoY+21 的优异增速；通用 YoY+7.8%至 96.7 万辆，高端凯迪拉克品牌表现出众；通用五菱实现 101.9 万辆、YoY+12.4%，五菱宏光增长快速，后续宝骏 730 MPV 也已上市，有望成为新的增长点；上汽自主品牌销量下降 6.2%至 11.2 万辆，新能源概念仍引人关注。
- **重量级新车护航，14 年销量预增 11%：**14 年下半年，通用将有新一代科鲁兹、全新创酷 SUV 和改款爱唯欧上市，迈锐宝亦在上半年改款推出，凯迪拉克豪车则明显加大了中国市场的开拓力度，14 款 XTS 全力推进的同时，ATS-L 也于 8 月中上市；大众方面全新桑塔纳和朗逸增长可观，14 年下半年大众将推出全新帕萨特和 NMS，预计会在 15 年国产化；上汽通用五菱则有宝骏 730 等新车上市；自主品牌方面更关注 9 月之后荣威 550 plug-in 和 e50 的上量预期。我们预计上汽集团 14 年销量将达到 565 万辆，YoY+11%。
- **与阿里合作，进军汽车互联时代：**继开发“车享网”O2O 平台后，上汽集团与阿里巴巴集团开展合作，发展车联网和云计算，我们认为此次合作具有国内首创的深度，会从整车设计、制造环节展开传统汽车与互联网技术的结合，相信将对未来汽车的使用者体验和附加价值有正面的推动。
- **盈利预期：**预计公司 2014、15 年营收将分别达到 6361.53 亿元和 7129.53 亿元，YoY 别增长 12.43%和 12.07%；实现净利润分别为 295.72 亿元和 340.09 亿元，YoY 分别增长 19.22%和 15.00%；EPS 分别为 2.682 元和 3.085 元。目前 14、15 年 P/E 为 6 倍和 5.3 倍，主业稳定、估值低且股息率高，兼具优先股、沪港通、国企改革等概念，维持买入投资建议，目标价为 20 元。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2011	2012	2013	2014F	2015F
纯利(Net profit)	RMB百万元	20222	20752	24804	29572	34009
同比增减	%	23.38%	2.62%	19.53%	19.22%	15.00%
每股盈余(EPS)	RMB元	1.834	1.882	2.250	2.682	3.085
同比增减	%	3.43%	2.62%	19.53%	19.22%	15.00%
A股市盈率(P/E)	X	8.85	8.62	7.21	6.05	5.26
股利(DPS)	RMB元	0.300	0.600	1.200	1.200	1.200
股息率(Yield)	%	1.85%	3.70%	7.39%	7.39%	7.39%

图表一：上汽现金分红及股息率

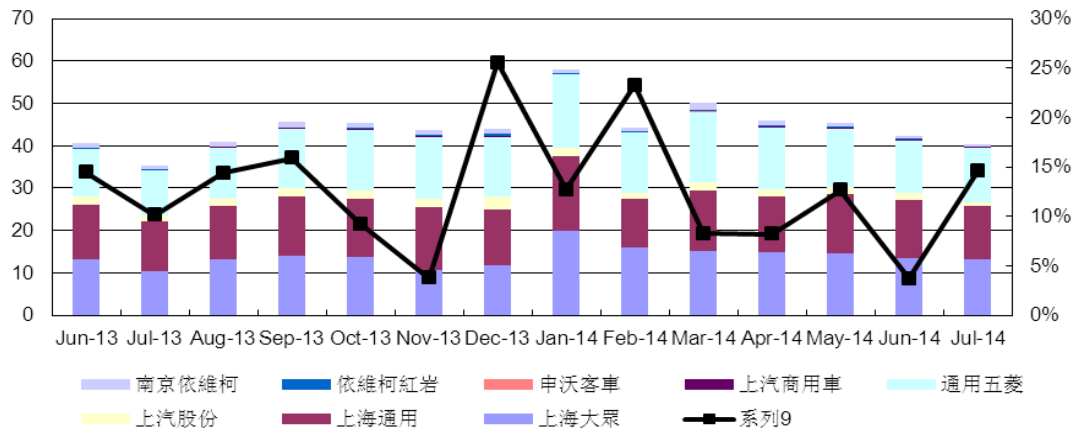
单位：元/股，%



资料来源：公司公告，群益证券（收盘价为 2014/08/14）

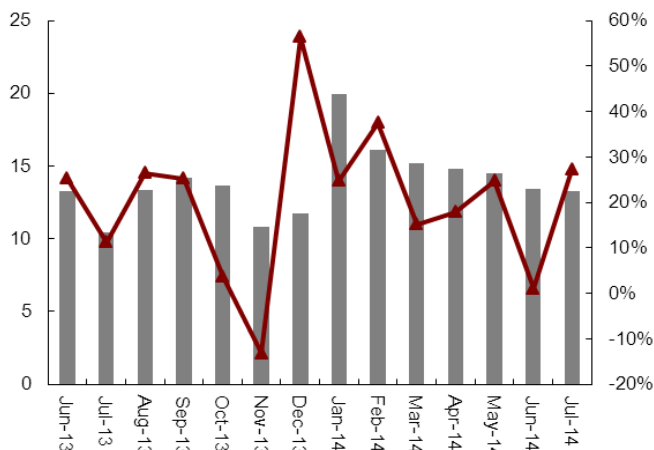
图表二：上汽集团月销量及 YoY

单位：万辆



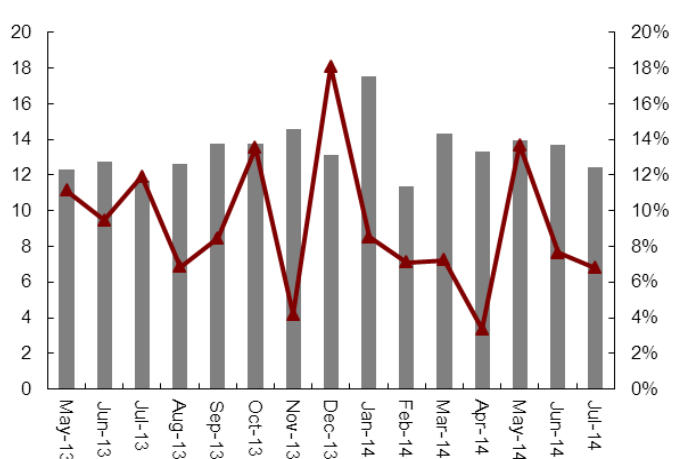
资料来源：公司公告，群益证券整理

图表三：上海大众月度销量及 YoY：（单位：万辆）



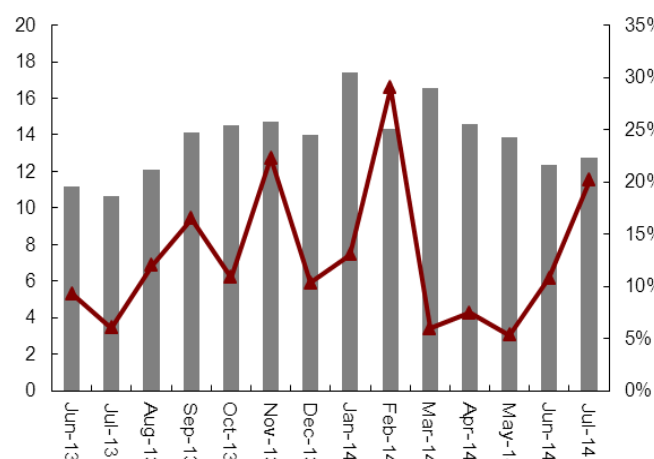
资料来源：公司公告，群益证券

图表四：上海通用月度销量及 YoY：（单位：万辆）



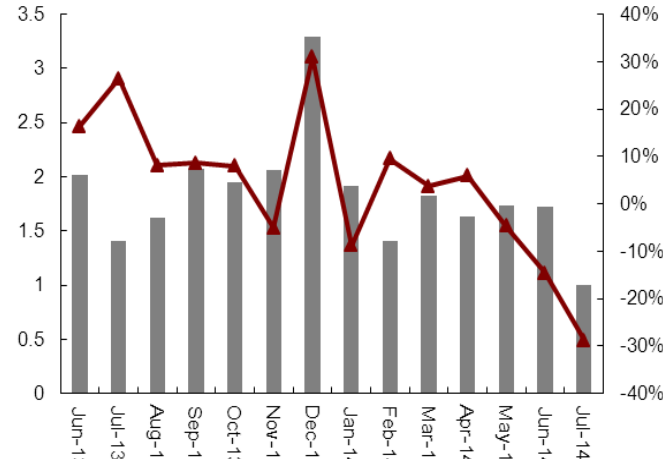
资料来源：公司公告，群益证券

图表五：上汽通用五菱月度销量及 YoY：（单位：万辆）



资料来源：公司公告，群益证券

图表六：上汽自主品牌月度销量及 YoY：（单位：万辆）



资料来源：公司公告，群益证券

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

- 强力买入 Strong Buy ($ER \geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)
- 中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)
- 卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	434804	480980	565807	636153	712953
经营成本	352189	401188	491712	552096	617397
营业税金及附加	11054	7975	3439	3690	4135
销售费用	22851	27208	34731	37795	41931
管理费用	19116	18535	18345	20675	23028
财务费用	43	-115	-255	573	713
资产减值损失	994	2297	3114	2400	2300
投资收益	13452	15429	25456	29324	33195
营业利润	41697	39340	40179	48248	56642
营业外收入	685	1097	2058	1450	1500
营业外支出	355	280	744	350	370
利润总额	42028	40156	41493	49348	57772
所得税	7039	6628	5909	7402	9532
少数股东损益	14768	12776	10780	12374	14231
归属于母公司所有者的净利润	20222	20752	24804	29572	34009

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	72159	60846	89098	105984	132054
应收帐款	52120	40371	48483	54786	59169
存货	29257	24951	30915	35552	35729
流动资产合计	191233	189155	232184	250759	268312
长期投资净额	31253	45483	56543	55412	58183
固定资产合计	36692	24792	27516	28892	29469
在建工程	8830	8034	10615	9553	8598
无形资产	8192	5527	5626	6020	6140
资产总计	318603	317203	373641	385483	409471
流动负债合计	162513	156352	186340	184476	193700
长期负债合计	23004	15845	25569	26336	27126
负债合计	185517	172197	211909	210812	220826
少数股东权益	30754	22669	23975	23735	25634
股东权益合计	133116	145006	161732	174671	188644
负债和股东权益总计	318633	317203	373641	385483	409471

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	20209	19592	20603	22663	24249
投资活动产生的现金流量净额	-5002	-17023	22710	10219	15897
筹资活动产生的现金流量净额	-16126	-15277	-15682	-15996	-14076
现金及现金等价物净增加额	-918	-12709	27630	16887	26070

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不在此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。